

Le rachat de dette publique par la BCE

Officiel depuis le 10 mai 2010, la Banque Centrale Européenne intervient désormais sur le marché secondaire, afin de racheter une partie de la dette des Etats en difficulté de la zone euro. But de la manoeuvre : éviter que les taux d'intérêts des dettes de ces pays ne s'envolent, alourdissant davantage encore la charge de la dette. Nom de code de l'opération : "Securities Markets Programme".

La situation financière de l'Eurosystème, publiée chaque semaine, permet de voir l'ampleur des interventions de la BCE dans le cadre du Securities Markets Programme. Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, la Banque Centrale Européenne détient désormais pour 278 milliards d'euros de dette des pays en difficulté de la zone euro (courbe bleue - échelle de gauche). L'étude de la variation hebdomadaire montre de plus que les interventions de la BCE ne sont pas régulières, mais interviennent en période de fort stress sur les marchés pour calmer le jeu (histogramme rouge - échelle de droite). La première grosse série d'interventions de la BCE a eu lieu en mai 2010, au moment du plan d'aide à la Grèce. La seconde vague a débuté en août 2011, date à partir de laquelle de forts doutes commençaient à peser sur la dette italienne et espagnole.

Erratum: Les graphiques ci-dessous correspondent au total des "Titres détenus à des fins de politique monétaire" par la BCE. En plus du Securities Markets Programme, la BCE détient pour environ 60mds d'euros via les Covered Bonds Purchase Programme 1 et 2. La BCE détient donc actuellement pour 278 mds d'euros de dette, mais seulement 217mds via le Securities Markets Programme (+ d'infos ici). Merci à Guillaume Maujean d'avoir relevé cette imprécision.

Mais 278 milliards, ça représente quoi pour la BCE? Et bien ce n'est pas négligeable, cela représente environ 10% du total des actifs détenus par la BCE. Le graphique ci-dessous montre l'évolution de la taille du bilan de la BCE (actuellement de 2676 milliards d'euros) et la part grandissante des dettes détenues par la BCE.

Après le constat, les questions? Comment la BCE rachète-t-elle les dettes des pays en difficulté? D'où sort l'argent? Quels risques pèsent sur la BCE en cas de défaut de certains pays de la zone euro?

Comme vous le savez sûrement, le rôle principal de la BCE est d'assurer la stabilité des prix au sein de la zone euro. Techniquement, la BCE pourrait user de son pouvoir de création monétaire pour "imprimer de la monnaie" et racheter ainsi de la dette. Problème : cela créerait de l'inflation et serait donc en total contradiction avec les statuts de la BCE. Alors comment la BCE peut trouver de l'argent pour racheter de la dette sans créer d'inflation?

Et bien lorsque la BCE rachète de la dette, par exemple pour 22 milliards d'euros sur la semaine comme durant le pic de début août 2011, elle "stérilise l'opération". Il n'y a pas augmentation de la masse monétaire ; la BCE récupère la liquidité injectée (augmentation de la masse monétaire de 22mds) en empruntant aux banques une somme équivalente (diminution de la masse monétaire de 22mds - opération de reverse repo). Cette technique permet donc à la BCE d'être active sur le marché

secondaire sans créer d'inflation.

Selon les économistes du crédit Agricole "Le programme de rachat d'actifs devrait atteindre 1.200 milliards d'euros supplémentaires pour que le ratio d'actifs achetés par rapport à la taille du bilan atteigne celui des Etats-Unis ou de la Grande-Bretagne". Petite précision tout de même: entre détenir de la dette anglaise/américaine, et de la dette italienne/espagnole/grecque/portugaise, il y a tout de même une belle différence... Le Captain' ne voit vraiment pas pourquoi comparer les ratios de la FED ou de la BoE (Bank of England), à ceux de la BCE. Mais bon...

Donc quels sont les risques qui pèsent sur la BCE en cas de défaut? La BCE n'est pas une banque comme les autres, elle ne pourra pas faire faillite à proprement parler grâce à son pouvoir de création monétaire. Mais, comme le souligne Patrick Artus dans son Flash "La qualité du bilan de la Banque Centrale est-elle une question sérieuse ?", la vraie crainte en cas de création monétaire est la dépréciation du change et la hausse de l'inflation.

Conclusion: Le rachat par la BCE de dettes des pays en difficulté de la zone euro sur le marché secondaire a permis de calmer momentanément les marchés. L'action de la BCE (217 mds sur 20 mois) est certes d'ampleur, mais comparée au montant des dettes des pays en difficultés (Italie : 1200 mds - Espagne 700 mds ...) ça ne représente pas grand chose. Cela permet surtout de montrer (ou tout du moins d'essayer de montrer) aux marchés financiers que la BCE sera là pour soutenir les Etats en difficulté et empêcher tout défaut. Mais la BCE donnait aussi cette impression sur la Grèce il y a environ un an, pour le résultat que l'on connaît.